

El Cercle d'Economia, juntament amb CaixaBank Research, us ofereix cada mes una breu anàlisi de la situació econòmica global.

---

## Les claus econòmiques del mes de Gener de 2025

### 2025, de quin color seràs?

**Oriol Aspachs**, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

---

#### Resiliència global davant els riscos

**2024 es tanca amb bons registres. 2025 comença amb bon peu.** Les dades disponibles suggereixen que el PIB mundial podria haver crescut lleugerament per sobre del 3%, amb el suport de la robustesa del mercat laboral, una certa recuperació del poder adquisitiu de les llars i la perspectiva d'una distensió de les condicions financeres, en un any en què la inflació va continuar baixant i va acabar a prop, tot i que encara una mica per sobre, dels objectius de les autoritats monetàries. Probablement aquests vents de cua continuïn bufant a favor el 2025, mentre que el mapa de riscos continua presentant desafiaments importants, especialment en termes de conflictes i tensions geopolítiques i d'incerteses sobre la política comercial.

**Desinflació: confiança en l'últim quilòmetre, resistències en l'última milla.** El descens generalitzat de la inflació al llarg del 2024 va suposar un suport a l'activitat, especialment en ajudar la recuperació del poder adquisitiu de les llars i obrir la porta a la distensió de la política monetària. A la zona de l'euro, la inflació general va tancar l'any en el 2,4% al desembre, però el més significatiu va ser el descens sostingut de la inflació, passant del 3,4% al desembre del 2023 al 2,7% al desembre del 2024, i la inèrcia del qual reforça la confiança en què la inflació hauria d'assentar-se definitivament en l'objectiu del 2% del BCE ja el 2025. Als EUA, la inflació també es va moderar al llarg de l'any (IPC general +2,7% al novembre del 2024 vs. 3,4% al desembre del 2023), però en els últims mesos han augmentat els temors d'una major

resistència en les pressions subjacents, ja que la inflació subjacent es manté estancada per sobre del 3% des de fa mesos i les polítiques de la nova Administració Trump podrien tornar a empènyer-la a l'alça.

**L'activitat estatunidenca segueix sent robusta.** El consum de les llars segueix impulsant el creixement econòmic als EUA i, després de contribuir amb 0,6 p. p. a l'avanç intertrimestral del 0,8% del PIB en el 3T, les últimes dades reflecteixen un consum dinàmic en l'últim trimestre de l'any. També el mercat laboral ha tancat amb xifres positives, amb una acceleració notable en el ritme de creació d'ocupació al desembre. En la mateixa línia de robustesa, el PMI compost va repuntar al desembre impulsat pel sector serveis i la mitjana del 4T es va situar per sobre de la mitjana del 3T. La baula feble continua sent el sector manufacturer, que es manté en zona contractiva. Malgrat això, els *trackers* del PIB apunten que l'economia podria créixer al voltant del 0,5%-0,6% intertrimestral en el 4T.

**L'economia de la zona de l'euro no guanya tracció.** El PMI compost de la zona de l'euro va millorar al desembre, però sense superar el llindar de 50 punts que suggereix creixements positius de l'activitat, mentre que en les manufactures hi ha pocs senyals de reactivació. La flaqueza dels indicadors afecta les dues grans economies de l'àrea, amb un PMI compost al desembre en zona contractiva tant a Alemanya com a França. En el cas d'Alemanya, altres indicadors d'opinió i clima empresarial reflecteixen el mateix missatge de debilitat: l'indicador empresarial Ifo va caure al desembre fins al mínim des de maig del 2020, i l'índex de sentiment econòmic ZEW reflecteix que més de la meitat dels enquestats no espera canvis.

**Els límits del deute.** Està reemergint la preocupació sobre els nivells de deute públic, així com les crides a un reajustament dels comptes públics. Això és imprescindible perquè la política fiscal pugui tornar a activar-se quan el cicle econòmic canviï de signe. Un esforç fiscal moderat, mantenint un saldo fiscal similar al del 2019, en la majoria de casos només permet estabilitzar el nivell de deute o corregir-lo suaument. Una recuperació més substancial del marge de maniobra fiscal exigeix un esforç fiscal rellevant i clarament superior al realitzat el 2015-2019.

**Modesta acceleració a curt termini a la Xina.** El dinamisme del sector exterior, l'augment del suport fiscal i certa millora de les perspectives de l'immobiliari podrien portar a una acceleració del gegant asiàtic a curt termini. Així, el PMI de serveis (Caixin) va accelerar al desembre fins al màxim de set mesos. D'altra banda, al novembre la producció industrial va mantenir un ritme d'expansió similar al dels mesos anteriors mentre que les vendes minoristes van tornar a reflectir debilitat de la demanda interna.

## Es consolida el gir en les expectatives de tipus d'interès

**El BCE i la Fed convergeixen en direcció, divergeixen en velocitat.** Al desembre, tant el BCE com la Fed van baixar els tipus d'interès en 25 p. b., deixant el *depo* en el 3,00% i el *fed funds* en l'interval del 4,25%-4,50%. En ambdós casos, 100 p. b. per sota dels màxims assolits el 2023. El to del BCE va apuntar a més baixades en els pròxims mesos, recolzades per una major confiança en el descens final de la inflació a l'objectiu del 2% el 2025, i per l'expectativa que la redinamització de l'activitat sigui més lenta. Així, els mercats cotitzen una altra baixada de 25 p. b. al gener i suggereixen més retallades en la primera meitat de l'any, deixant un *depo* entre l'1,75% i el 2,00% al llarg del 2S 2025. En canvi, el to de la Fed va ser molt més caut i es va basar en una major expectativa d'inflació per als pròxims dos anys i menors riscos de refredament del mercat laboral. En el dot plot, els membres del FOMC van projectar tan sols dues retallades el 2025, davant les quatre assenyalats en l'actualització de setembre. Amb això, els mercats financers descompten plenament una sola baixada a mitjan 2025 (*fed funds* en l'interval del 4,00%-4,25%).

**Fort repunt en les rendibilitats sobiranes.** Els mercats de deute sobirà van fer una lectura *hawkish* del missatge de la Fed i els tipus d'interès dels *treasuries* van repuntar més de 15 p. b. en les referències de mitjà i llarg termini des de la reunió fins al final de mes. I és que, tot i que la Fed ha rebaixat els tipus en 100 p. b., l'expectativa d'una major inflació juntament amb una distensió monetària més cauta en un futur ha impulsat a l'alça les rendibilitats sobiranes. De fet, la rendibilitat dels *treasuries* en els trams llargs de la corba ha mostrat un comportament diametralment oposat al del *fed funds*, repuntant més de 90 p. b. des de l'inici de les retallades. A l'altre costat de l'Atlàntic, si bé el missatge del BCE va ser *dovish*, els tipus sobirans es van contagiar per les seves contraparts estatunidenques i van repuntar 30 p. b. al desembre, i les primes de risc perifèriques es van mantenir relativament estables.

**El dòlar s'enforteix.** El dòlar va continuar apreciand-se, amb guanys superiors al 2%, respecte una cistella de divises avançades (+5% des de la victòria de Trump i +7% en el conjunt del 2024) i va assolir el seu nivell més alt des del 2022. Respecte l'euro, el dòlar es va enfortir un 2% al desembre, arribant fins i tot a assolir els 1,03 dòlars (mínim de dos anys). Respecte el ien, l'apreciació va ser encara superior (+11,5% el 2024 i +5% al desembre) a causa de l'ampli diferencial de tipus d'interès i la resistència del Banc del Japó a tornar a pujar els tipus (es va mantenir en el 0,25% al desembre). Entre les emergents, la divisa amb pitjor acompliment va ser el real brasiler, amb una caiguda superior al 20% respecte del dòlar en el conjunt de l'any, enmig de les turbulències fiscals.

## La recuperació econòmica a Espanya: realitat i percepció

La percepció que tenim de la realitat econòmica sovint contrasta amb el missatge que transmeten les grans xifres macroeconòmiques. La sensació general és que l'economia no acaba d'arrencar. El color que descriu més bé la situació de moltes llars és, sens dubte, el gris pessimista o el vermell crític. Això contrasta amb l'evolució més dinàmica dels principals indicadors macroeconòmics, que podrien pintar-se d'un verd esperançador.

Fins ara, l'economia espanyola ha crescut, sobretot, en volum. Al final del 2024, s'estima que a Espanya hi havia 1,7 milions de persones més que el 2019, un 3,8% més. Amb més persones, és lògic que també hi hagi més activitat econòmica. Això explica, en gran mesura, per què el PIB se situa un 6,6% per sobre dels registres de fa cinc anys. No obstant això, després de la crisi econòmica generada per la pandèmia, la recuperació de moltes llars espanyoles ha estat més modesta. De fet, el consum per llar en termes reals se situava un 1,5% per sota dels nivells previs a la pandèmia en el 3T 2024. Això ajuda a explicar l'aparent discrepància entre l'evolució dels principals indicadors macroeconòmics i la percepció de la situació econòmica de moltes llars.

Aquesta percepció diferent podria canviar el 2025, ja que les dinàmiques que impulsaran el creixement econòmic s'haurien de notar a la butxaca dels espanyols. D'una banda, el seu poder adquisitiu hauria de consolidar la seva recuperació. S'espera que la inflació s'estabilitzi al voltant del 2% enguany, mentre que els salaris previsiblement creixeran una mica per sobre. Concretament, la renda bruta disponible per llar podria créixer al voltant de l'1,5% en termes reals enguany.

També hi ajudarà la reducció dels tipus d'interès. L'euríbor a 12 mesos va començar el 2025 en el 2,5%, més d'1 p. p. per sota d'on se situava fa un any. A més, s'espera que segueixi baixant en els pròxims mesos de la mà de la reducció dels tipus d'interès que previsiblement seguirà executant el BCE. Per a l'economia espanyola, això és un important punt de suport. Juntament amb una posició financera globalment sanejada, amb nivells de deute relativament baixos tant per a les empreses com per a les llars, hauria de permetre que el consum privat i la inversió creïessin al voltant del 3% aquest any. Així, 2025 podria ser l'any en què finalment fem sevir el color verd per pintar les grans xifres macroeconòmiques i també la situació de les llars.

Però el gris pessimista també és present a la paleta de colors amb els quals pintarem el 2025. Els principals reptes provenen de l'exterior. Les exportacions de béns i serveis, després d'uns anys d'elevat

creixement, ja es troben en termes reals un 11,0% per sobre dels nivells previs a la pandèmia i s'espera que normalitzin el ritme d'avanç. No obstant això, aquesta desacceleració podria ser més brusca del que s'espera si finalment la nova Administració Trump compleix la seva promesa electoral i augmenta de forma generalitzada els aranzels. Si això succeeix, no es pot descartar que s'iniciï una guerra comercial a nivell global de la qual ningú en sortiria guanyant. Esperem que al final els pitjors auguris no es compleixin.

A això s'hi afegeix la difícil situació econòmica dels principals socis comercials d'Espanya, especialment França i Alemanya. En clau interna, el principal repte segurament és al sector immobiliari. La falta d'habitatge està portant a un creixement del preu superior al que s'esperava, dificultant-hi l'accés als més joves i als col·lectius més vulnerables. La baixada dels tipus d'interès esmorteirà la pressió aquest any, però esperem que més aviat que tard la inversió en habitatge es mobilitzi i que es redueixi la pressió sobre els preus, promovent un creixement econòmic dinàmic i socialment sostenible.

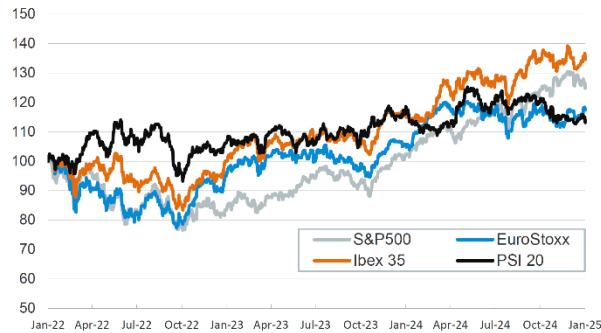
Oriol Aspachs

Gener de 2025

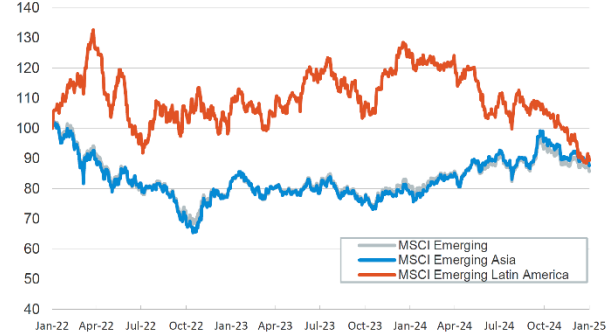
Amb la col·laboració de:



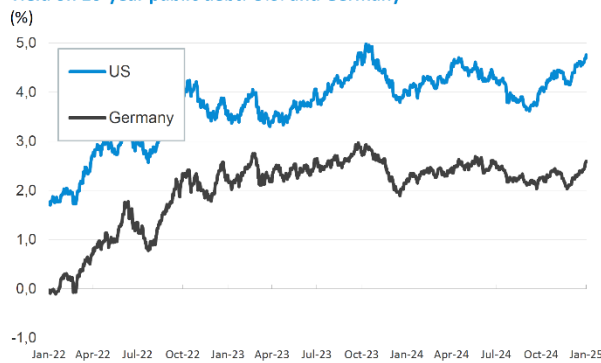
**Main advanced stock markets**  
Index (100=Three years ago)



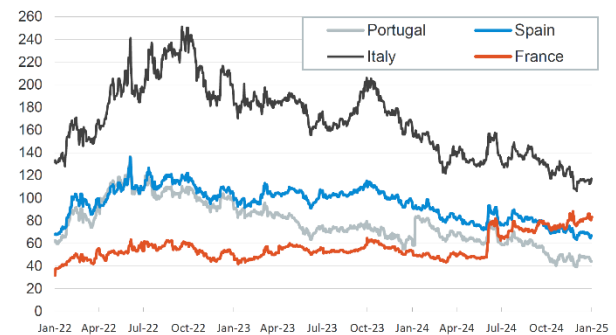
**Emerging economies stock markets**  
Index (100=Three years ago)



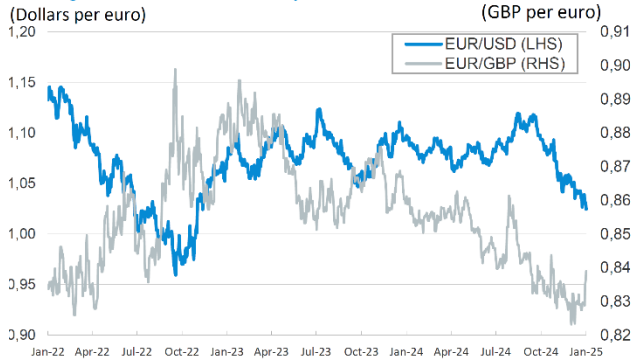
**Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany**



**Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal**  
(basis points)



**Exchange rate: Advanced-economy currencies**



**Exchange rate: Emerging economies Index**



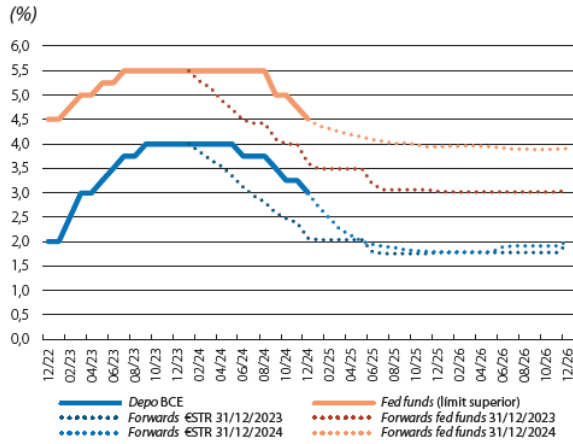
**Brent oil price**



**Dutch TTF Natural gas price**

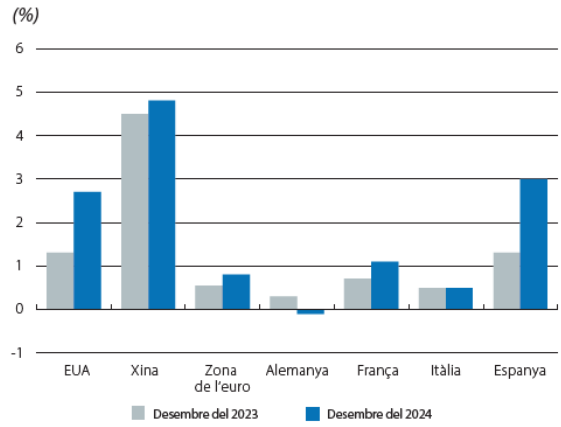


### Expectatives de tipus d'interès



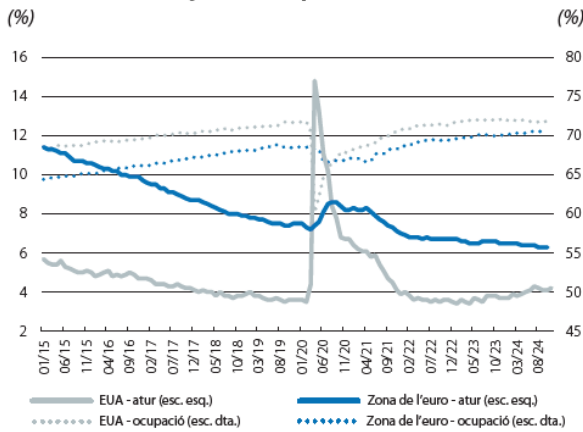
**Nota:** Forwards sobre l'EFFRI i sobre el tipus ESR de la zona de l'euro a partir de les corbes d'interès de mercat.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal, del BCE i de Bloomberg.

### Creixement del PIB el 2024: expectatives del consens d'analistes



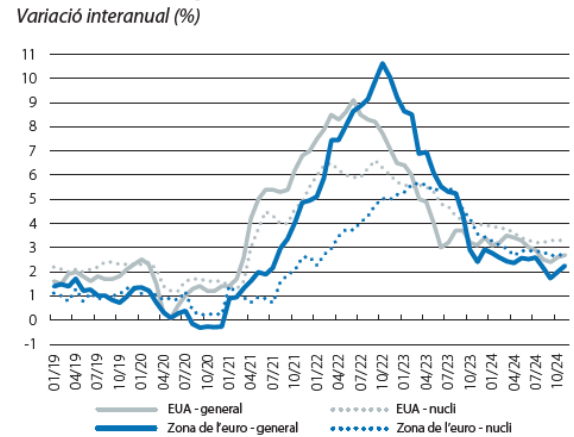
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

### Economies avançades: ocupació i atur



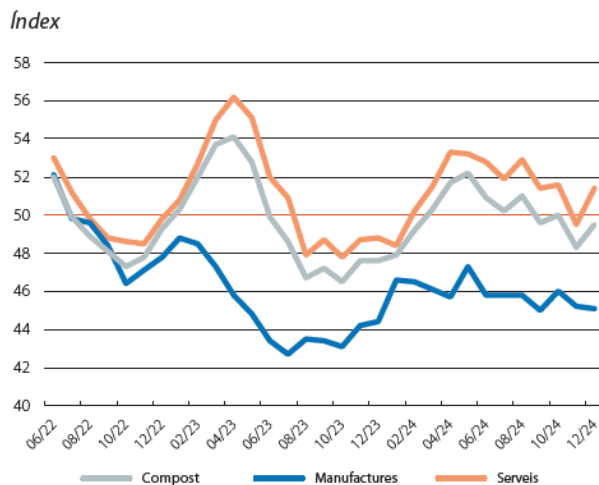
**Nota:** Taxa d'atur en relació amb el total de la població activa i taxa d'ocupació en relació amb la població total del grup d'edat (15-64 anys).  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.

### Economies avançades: IPC



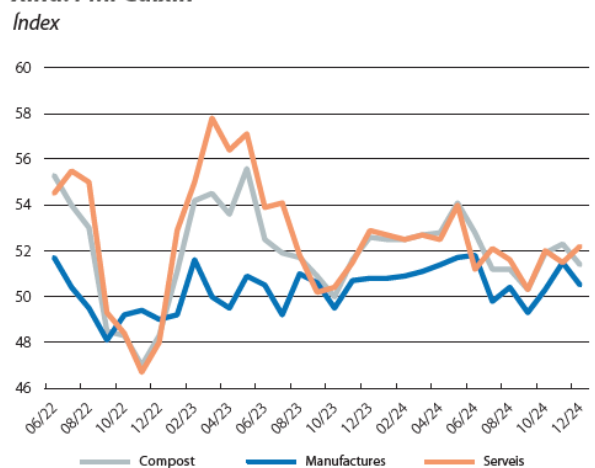
**Notes:** IPCH per a la zona de l'euro. La nucli exclou els aliments i l'energia.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics i d'Eurostat.

### Zona de l'euro: PMI



**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global PMI.

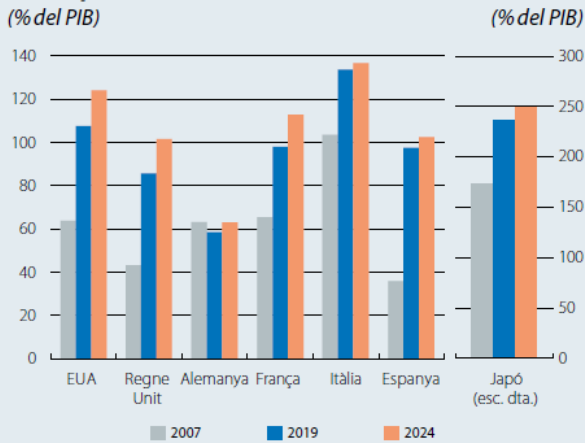
### Xina: PMI Caixin



**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global PMI.



### Deute públic (% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'AMECO.

### Saldo públic primari:<sup>1</sup> dades i escenaris a 10 anys vista (% del PIB)

	2019 - dada	2024 - previsió Comissió Europea	Permet una ràtio de deute... <sup>2</sup>		
			Estable a nivells 2024	De retorn a nivells 2019	Redueix a la meitat la distància amb el 60% <sup>3</sup>
EUA	-2,7	-3,0	0,2	1,8	3,2
Japó	-1,6	-4,7	-4,3	-2,9	-0,2
Regne Unit	-0,1	-2,2	-0,1	1,5	2,8
Alemanya	2,1	-1,1	-0,4	0,1	-0,2
França	-0,9	-4,1	0,3	1,7	2,9
Itàlia	1,9	0,1	1,8	2,1	5,4
Espanya	-0,8	-0,5	-0,7	-0,2	1,5

Notes: 1. El saldo primari exclou els pagaments d'interessos; valor positiu/negatiu indica superàvit/dèficit. 2. La projecció assumeix el PIB nominal segons les previsions de l'FMI i el tipus d'interès segons els forwards de mercat (amb refinançament anual d'un percentatge del deute donat pel venciment mitjà). 3. Per als EUA, el Japó i el Regne Unit, la referència és el nivell de deute del 2007.

Font: CaixaBank Research, càlculs propis a partir de dades i de previsions de Bloomberg, de la Comissió Europea i de l'FMI (World Economic Outlook, octubre del 2024).

### Tipus d'interès mitjà del deute públic (%)

	2024 - previsió Comissió Europea	Mitjana 2025-2029 segons forwards de mercat <sup>1</sup>	Permet una ràtio de deute estable a nivells 2024 <sup>2</sup>
EUA	4,1	4,1	1,7
Japó	0,6	0,7	1,7
Regne Unit	3,0	3,2	2,5
Alemanya	1,7	2,1	3,4
França	2,0	3,1	0,1
Itàlia	3,0	3,7	3,3
Espanya	2,5	3,0	3,9

Notes: 1. Forwards de mercat per al tipus sobirà amb un venciment igual al venciment mitjà del deute el 2024. 2. La projecció assumeix el PIB nominal i el saldo primari segons les previsions de l'FMI i que cada any es refinança un percentatge del deute donat pel venciment mitjà.

Font: CaixaBank Research, càlculs propis a partir de dades i de previsions de Bloomberg, de la Comissió Europea i de l'FMI (World Economic Outlook, octubre del 2024).

### Creixement nominal del PIB (%)

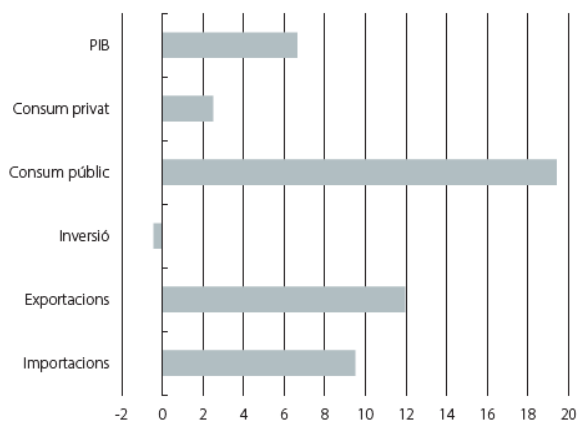
	2019 - dada	2024 - previsió FMI	Mitjana 2025-2029 segons FMI	Permet una ràtio de deute estable a nivells 2024 <sup>1</sup>
EUA	4,3	5,2	4,0	6,4
Japó	0,2	2,9	2,8	1,7
Regne Unit	3,8	3,2	3,5	4,1
Alemanya	3,0	3,3	3,2	2,0
França	3,3	3,2	3,1	6,2
Itàlia	1,5	2,5	2,7	3,1
Espanya	3,4	6,1	4,2	3,3

Nota: 1. La projecció assumeix el saldo primari segons les previsions de l'FMI i el tipus d'interès segons els forwards de mercat (amb refinançament anual d'un percentatge del deute donat pel venciment mitjà).

Font: CaixaBank Research, càlculs propis a partir de dades i de previsions de Bloomberg, de la Comissió Europea i de l'FMI (World Economic Outlook, octubre del 2024).

### Espanya: PIB i els seus components

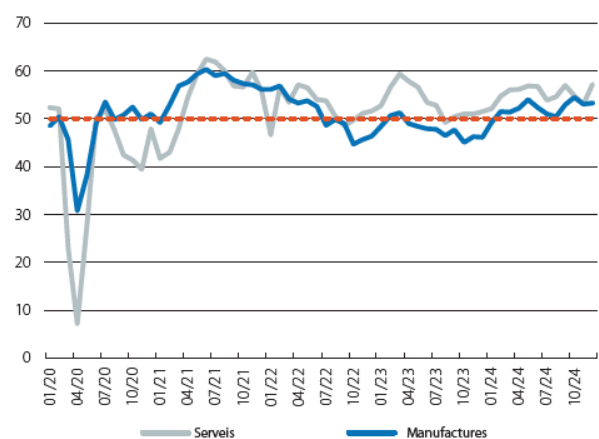
Variació en el 3T 2024 en relació amb el 4T 2019 (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

### Espanya: PMI

Nivell

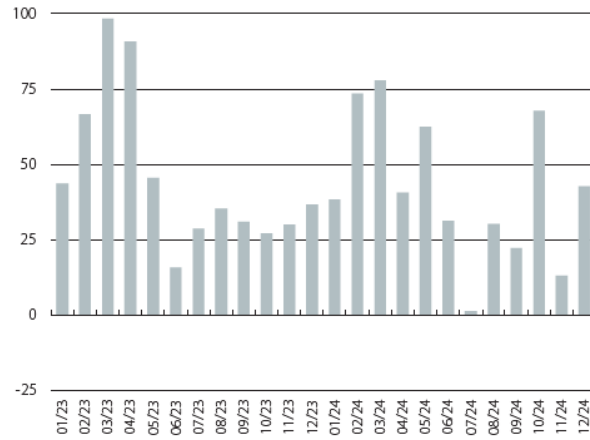


Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P Global PMI.



### Espanya: afiliats a la Seguretat Social

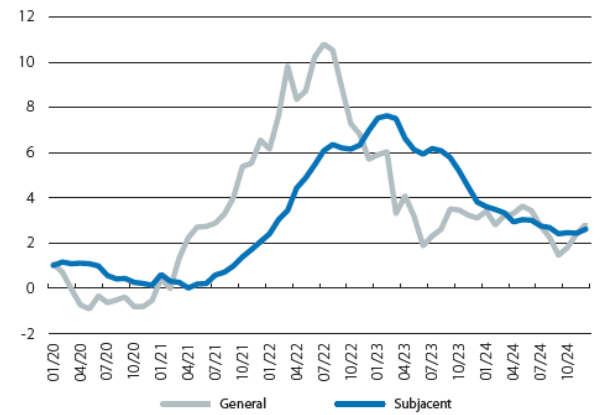
Variació intermensual (milers) \*



**Nota:** \* Dades desestacionalitzades.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del MISMM.

### Espanya: inflació

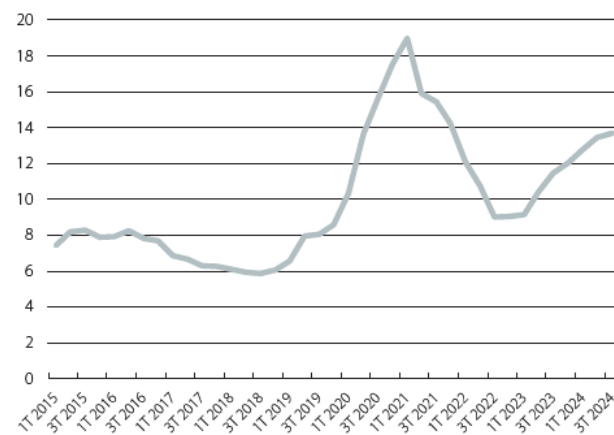
Variació interanual (%)



**Nota:** La inflació subjacent exclou els aliments no processats i l'energia.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

### Espanya: taxa d'estalvi de les llars

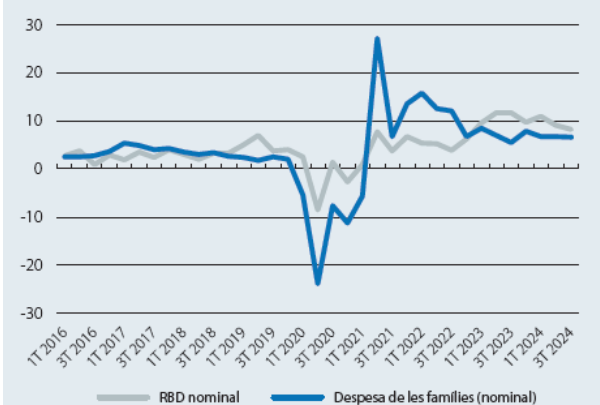
Renda bruta disponible (%)



**Nota:** Acumulat de quatre trimestres.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

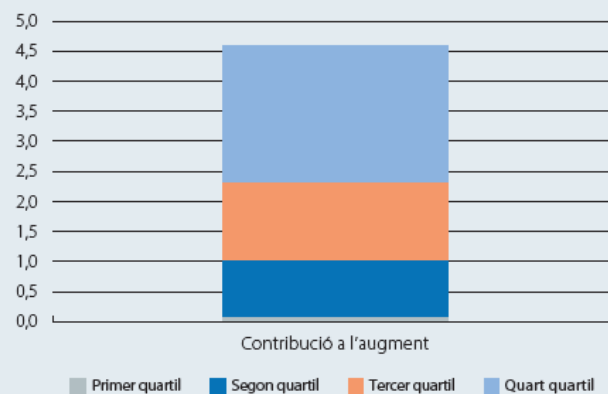
### Espanya: renda bruta disponible (RBD) i consum de les llars

Variació interanual (%)



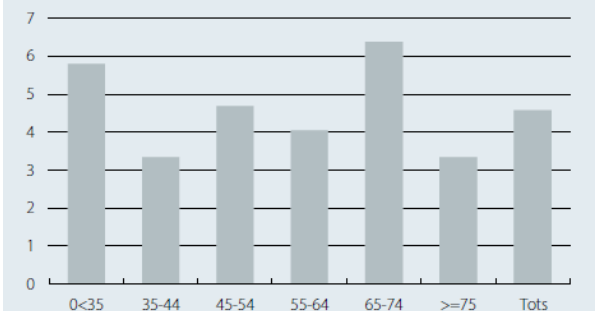
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

### Espanya: augment de la taxa d'estalvi entre el 2019 i el 2024 per grups d'ingressos (p. p. de la renda bruta disponible)



**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades internes.

### Espanya: augment de la taxa d'estalvi per grups d'edat entre el 2019 i el 2024 (p. p. de la renda bruta disponible)



**Nota:** La mostra és oberta i les llars que entren en la mostra analitzada han de tenir un ingrés mensual d'almenys 100 euros. Eliminem, per netejar la mostra, les llars que apareixen el 2019 i en l'actualitat amb augments de consum, entre el 2019 i el 2023, superiors al 120% o caigudes superiors al 50%.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades internes.